

碧桂園 (2007 HK)

新會計準則提升了盈利

- ❖ **盈利超預期。**2017 年公司實現收入 2269 億元人民幣(下同)，增長 48.2%，淨利潤 261 億，增長 126.3%。除了毛利率有 2016 年的 21.6% 提升至 25.9%，由於新的會計準則 (HKFRS 15) 允許提前確認部分收入，同樣也推動了盈利增長。此外，因為匯兌損益及利息收入，碧桂園在 2017 年錄得 33 億的淨財務收入，相比 2016 年財務費用為 11 億。核心淨利潤為 247 億，增長 106%，高於市場預期 23.7%，也高於我們的預期 23.3%。
- ❖ **銷售之王。**2017 年碧桂園實現合約銷售 5508 億元，成為全國銷售冠軍。合約銷售中，58% 來自三四線城市。去年全年，公司共獲取 881 個地塊，總代價 4795 億元，總建面 1410 萬平。截止到 2017 年底，公司土地儲備 2.81 億平，權益面積 1.89 億平，項目數達 1456 個，覆蓋 220 個國內及海外城市。
- ❖ **剝離物業管理公司。**碧桂園擬將通過實物分派方式，分拆旗下物業管理業務分支—碧桂園服務控股有限公司在香港聯交所主板獨立上市。公司已向聯交所遞交上市申請，以介紹形式上市。截止到 2017 年底，碧桂園物業公司的在管面積達 3.3 億平，收費面積達 1.2 億平，管理著國內 440 個項目。2017 年物業公司實現收入 312 億，淨利潤 4.02 億。彭博數據顯示，目前國內在港上市物業管理公司的平均 2017 年市盈率為 34.2 倍，意味著碧桂園的物業公司市值將在 164 億港元水平。
- ❖ **資產負債表表現穩健。**2017 年底，公司淨負債率為 56.9%，較 2016 年 48.7% 所有上升。儘管碧桂園的擴張迅猛，但資產負債表依然穩健。房款收繳率在 2017 年達 90%，錄得約 5000 億的回款。同時公司在今年 1 月通過股權和可轉債融資 235 億港元。
- ❖ **上調評級及目標價。**公司強勁的銷售將持續推動盈利增長，因此我們分別上調 2018-2019 年的淨利潤預測 24.6%、19.3% 至 309 億和 362 億元人民幣。我們同時推出 2018 年底的淨資產預測為 30.64 港元，以期反映公司快周轉的銷售及上升的利潤率，因此目標價由 12.15 港元調升至 21.45 港元，相等於 30% 的與淨資產折讓，上調至買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	153,087	226,900	350,611	399,493	455,883
淨利潤 (百萬人民幣)	11,517	26,064	30,921	36,173	41,392
EPS (人民幣)	0.522	1.228	1.426	1.664	1.904
EPS 變動 (%)	22.6	135.4	16.1	16.7	14.4
市盈率 (x)	21.0	11.1	9.6	8.2	7.2
市帳率 (x)	3.4	3.1	2.6	2.1	1.7
股息率 (%)	1.6	2.9	3.4	4.0	4.4
權益收益率 (%)	16.4	27.8	26.7	25.6	24.2
淨財務杠杆率 (%)	48.7	56.9	43.3	40.4	31.8

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (上調)

目標價	HK\$21.45
(過去目標價)	HK\$12.15)
潛在升幅	31.9%
當前股價	HK\$16.26

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值 (百萬港元)	353,491
3 月平均流通量 (百萬港元)	1,296
5 周內股價高/低 (港元)	19.16/6.36
總股本 (百萬)	21,293

資料來源：彭博

股東結構

楊惠妍	56.7%
平安	9.0%
自由流通	34.3%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.3%	15.7%
3-月	27.4%	18.1%
6-月	14.2%	1.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.countrygarden.com.cn

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	153,087	226,900	350,611	399,493	455,883
物業發展	148,180	220,157	344,970	394,321	450,000
建築	1,143	2,305	2,650	3,048	3,505
租金	97	108	121	135	151
酒店	1,708	1,674	1,808	1,988	2,227
物業管理	1,959	2,656	1,063	-	-
銷售成本	(120,851)	(168,114)	(268,690)	(304,005)	(346,913)
毛利	32,236	58,785	81,921	95,488	108,971
銷售費用	(7,384)	(10,002)	(12,271)	(13,583)	(15,500)
行政費用	(4,970)	(8,301)	(11,921)	(15,580)	(17,779)
其他收益	1,530	2,611	510	650	820
息稅前收益	21,413	43,093	58,239	66,975	76,511
融資成本	(1,095)	3,276	(861)	(856)	(772)
聯營公司	362	(352)	405	542	385
特殊收入	712	505	-	-	-
稅前利潤	21,391	46,522	57,783	66,661	76,124
所得稅	(7,727)	(17,770)	(25,042)	(28,347)	(32,413)
永續債	(1,410)	-	-	-	-
非控制股東權益	(737)	(2,688)	(1,820)	(2,140)	(2,320)
淨利潤	11,517	26,064	30,921	36,173	41,392
核心淨利潤	10,983	24,690	30,921	36,173	41,392

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	106,736	181,754	190,820	202,025	213,130
物業、廠房及設備	75,756	122,894	127,000	135,000	143,500
聯營公司	11,185	30,930	34,200	35,800	37,300
投資物業	9,773	8,338	8,500	9,200	9,800
無形資產	239	392	320	325	330
其他	9,783	19,200	20,800	21,700	22,200
流動資產	484,836	867,915	893,536	974,316	1,061,429
現金及現金等價物	96,491	148,402	142,536	150,816	177,429
應收貿易款項	117,322	270,541	280,000	305,000	325,000
存貨	249,472	393,060	420,000	465,000	500,000
金融資產	7,508	40,615	35,000	36,000	38,000
其他	14,042	15,297	16,000	17,500	21,000
流動負債	405,314	769,537	779,104	837,350	901,350
借債	38,720	68,281	53,104	60,000	78,000
應付貿易賬款	344,198	330,884	358,000	400,000	438,000
應付稅項	15,310	21,607	18,000	17,350	17,350
關連款項	-	-	-	-	-
其他	7,085	348,764	350,000	360,000	368,000
非流動負債	104,642	163,521	165,500	172,500	176,500
借債	97,477	146,484	150,000	158,000	162,000
遞延稅項	6,928	16,448	15,000	14,000	14,000
其他	237	589	500	500	500
少數股東權益	11,487	22,941	24,000	25,000	26,000
淨資產總值	70,128	93,671	115,752	141,491	170,709
股東權益	70,128	93,671	115,752	141,491	170,709

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	21,413	43,093	58,239	66,975	76,511
折旧和摊销	1,001	1,133	1,147	1,148	1,208
营运资金变动	(51,160)	(117,713)	(9,283)	(28,000)	(17,000)
税务开支	(9,919)	(1,954)	(30,097)	(29,997)	(32,413)
其他	79,929	99,521	(6,152)	(1,788)	(7,642)
经营活动所得现金净额	41,263	24,080	13,854	8,337	20,664
购置固定资产	(6,064)	(389)	(1,583)	(2,768)	(2,227)
联营公司	(6,955)	(19,746)	(3,270)	(1,600)	(1,500)
其他	(7,439)	(24,246)	(998)	(200)	(200)
投资活动所得现金净额	(20,457)	(44,380)	(5,850)	(4,568)	(3,927)
股份发行	(3,535)	(1,220)	6,619	-	-
净银行借贷	32,099	78,568	(11,661)	14,896	22,000
股息	(1,109)	(5,353)	(8,878)	(10,435)	(12,174)
其他	-	825	-	-	-
融资活动所得现金净额	27,454	72,820	(13,920)	4,461	9,826
现金增加净额	48,260	52,520	(5,916)	8,230	26,563
年初现金及现金等价物	36,241	84,647	137,077	131,211	139,491
汇兑	147	(90)	50	50	50
年末现金及现金等价物	84,647	137,077	131,211	139,491	166,104
受限制现金	11,844	11,325	11,325	11,325	11,325
资产负债表中的现金	96,491	148,402	142,536	150,816	177,429

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业发展	96.8	97.0	98.4	98.7	98.7
建筑	0.7	1.0	0.8	0.8	0.8
租金	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
酒店	1.1	0.7	0.5	0.5	0.5
物业管理	1.3	1.2	0.3	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

收入	35.2	48.2	54.5	13.9	14.1
毛利	41.0	82.4	39.4	16.6	14.1
净利润	24.2	126.3	18.6	17.0	14.4

盈利能力比率 (%)

毛利率	21.1	25.9	23.4	23.9	23.9
税前利率	14.0	20.5	16.5	16.7	16.7
净利润率	7.5	11.5	8.8	9.1	9.1
核心净利润率	7.2	10.9	8.8	9.1	9.1
有效税率	36.1	38.2	43.3	42.5	42.6

资产负债比率

流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	139.9	217.6	145.7	139.3	130.1
平均应付账款周转天数	583.6	732.8	467.9	455.0	440.8
平均存货周转天数	635.3	697.5	552.2	531.3	507.7
净负债/总权益比率 (%)	48.7	56.9	43.3	40.4	31.8

回报率 (%)

资本回报率	16.4	27.8	26.7	25.6	24.2
资产回报率	1.9	2.5	2.9	3.1	3.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.522	1.228	1.426	1.664	1.904
每股股息(人民币)	0.171	0.400	0.460	0.540	0.600
每股账面值(人民币)	3.25	4.40	5.32	6.51	7.85

来源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。